

Türkiye'de Kredi Politikası ve Çok Kesimli Bir Kredi Politikası Modeli Üzerine Bir Deneme [*]

Gülten ve Haydar Kazgan

1 — G İ R İ Ő

A — Genel Açıklama.

Türkiye gibi geri kalmış bir memlekette enflasyona başvurmaksızın finansman arzını artırmaya yönelmiş bir kredi politikası bu fonların çeşitli istihsal kesimleri arasında nasıl bölüneceği meselesini de bir çözüme bağlamak zorundadır. Kapital üretkenliğinin bir kesimden diğerine büyük farklar göstermesi ve bir istihsal kesiminin diğerleri için yaratabileceği dıştan istifade veya kayıplar gibi hususlar ekonominin genel büyüme haddinin sadece genel yatırım oranına bağlı olmadığını göstermektedir. Diğer bir deyişle, iktisadî gelişme oranı genel olarak yatırımların millî gelire

[x] Bu etüdün konusunun seçiminde ve hazırlanmasında bizi teşvik eden sayın Prof. François Perroux'ya ve bize Paris'de Ekim 1962'de çalışma imkânını veren Fransa hükümetine burada teşekkürlerimizi bildirelim. Ancak şunu da belirtelim ki Prof. F. Perroux'nun tavsiye ettiği «Gelişmeyi teşvik edici kesim olarak sanayi ve teşvik edilen kesim olarak ziraat» ayırmasına dayanan iki kesimli model etüdümüzde ele alınmamıştır. Zira, kanaatimizce, böyle bir ayırma yapmış olduğumuz bu çalışmanın ancak ikinci ve takip eden kısmını teşkil edebilir. Bütün Türk ekonomisini kapsayan bir model çerçevesinde gerçekleri açıklamadan sanayi - ziraat ayırmasına gitmek çalışmanın kredi piyasasının gerçeklerini ihmal edip teorik kalmasına yol açabilirdi. Bu itibarla, Prof. Perroux'nun konunun teorik bütünlüğüne erişmesi için gerekli saydığı modeli ikinci bir çalışmada ele almayı düşünmekteyiz.

oranı kadar çeşitli istihsal kesimleri arasında dağılışı ile de ilgilidir.

Ancak, piyasa mekanizması, özellikle geri kalmış memleketlerde, yatırımların kapital prodüktivitesi ve dıştan istifade yaratma kabiliyetine göre çeşitli istihsal kesimleri arasında bölünüşünü sağlayacak yeterlikte değildir. İ ve dış finansman konularında karşılaşılan güçlükler, bazı istihsal sahalalarında kapital prodüktivitesinin yüksekliğine rağmen yatırım hacmini tahdit edebileceği gibi, kapital prodüktivitesinin düşük olduğu diğer sahalarda finansman arz ve talebinin özellikleri yatırım hacminin genişlemesini teşvik edebilir. Yatırım hacmi ile sermaye prodüktivitesi arasındaki ilintiyi ortadan kaldıran bu özelliklerin ise, ekonominin genel büyüme hızını etkilemeleri dolayısıyla üzerinde durmağa değer. Ayrıca şunu da kaydetmek yerinde olacaktır ki, kredi mekanizması serbest piyasa şartları altında bırakıldığı takdirde, ilerde göreceğimiz gibi, meta-ekonomik motiflerin tâyin edeceği finansman arz ve talebine bağlı kalacağı için çeşitli kesimlerin büyüme haddini çok farklı bir şekilde etkileyecektir.

Bir taraftan ekonominin genel büyüme haddinin çeşitli istihsal kesimlerindeki yatırım hacmine bağlı olması, diğer taraftan sonuncunun geniş ölçüde finansman arz ve talebine göre belirlenmesi ekonomik gelişme ile kredi politikası arasındaki yakın ilintiyi açıkca ortaya koymaktadır.

Etdmzde nce, Türkiye'de son on yılda (1950-1960) yatırımların çeşitli istihsal kesimleri arasında bölünüşünde finansman imkânlarının oynadığı rol belirtilecektir. Takip eden kısımlarda sırasıyla, önce finansman piyasasında bütün istihsal kesimleri için eşit rekabet şartlarını gösteren bir model kurulacak; sonra Türkiye'de mevcut şartların eşit rekabet şartlarını nasıl bozduğunu açıklayan diğer bir modele geçilecektir. Nihayet, bu modele göre takip edilmesi gereken kredi politikası ile ilgili sonuçlar diğer bir modelde ortaya konacaktır.

B — 1950-1960 Devresinde Finansman Arz ve Talebi Açısından eşitli İstihsal Kesimlerinin incelenmesi.

Çok kesimli bir kredi politikası modeli bakımından finansman piyasasındaki durumları itibariyle memleketimizde çeşitli istihsal

kesimlerini ikiye ayırmak mümkündür. Diğer bir deyişle, finansman talep ve arzı açısından yapılacak bir tahlile dayanarak kredi politikası konusunda ileri sürülecek teklifler için iki kesimli bir model gerçeği aksettirecek yeterlikte gözükmektedir. Nitekim aşağıda çeşitli istihlal kesimlerini finansman talep ve arzı açısından incelediğimizde bu husus açıkça ortaya çıkacaktır.

1950 - 1960 devresi zarfında kapital prodüktivitesine nazaran yatırım oranının takip ettiği seyir itibariyle istihlal kesimleri belirli bir özellik göstermiştir. Şöyle ki: kapital prodüktivitesi yüksek olan ziraat ve imalât sanayii gibi doğrudan doğruya prodüktif kesimler genel yatırımlar içinde çok düşük bir nisbet kaplarken enfastrüktürler, meskenler ve ticaret kesimlerinde yatırımlar genel yatırımların çok yüksek bir oranını kapsamıştır [1].

Yatırımların çeşitli istihlal kesimlerindeki kapital prodüktivitesinden bağımsız olan bu görünüşünü, ekonomik sebepler yanında meta-ekonomik diyebileceğimiz ve fertlerin veya devletin subjektif tercihleri veya davranışları ile izah etmemiz mümkündür [2]. Kapital prodüktivitesinin düşüklüğüne rağmen meskenlere yapılan yatırımların sadece çok yüksek değil, fakat aynı zamanda artan bir seyir takip etmesini gerektiren ekonomik sebeplerin mevcudiyeti inkâr edilemez. Meselâ, süratli bir şehirleşme ve enflasyonist fiyat artışları altında gayrimenkul fiyatlarındaki yükselişten yararlanmak ve enflasyonun tasarruflar üzerindeki tesirlerini hafifletmek arzusu ve nihayet, kapital piyasasının bulunmadığı memle-

[1] 1948-1955 devresinde yatırımların istihlal kesimleri itibariyle dağılışı için bak: Doç. Dr. Kenan Gürtan «Türkiye'de Yatırımlar» İstanbul 1959. Aynı konu üzerinde yorumlar için bak: Doç. Dr. Gülten Kazgan «Structural Change in Turkish National Income: 1950-1960» Ağustos 1962 de İstanbul İktisat Fakültesinde toplanan «Beynelmilî Gelir ve Servet Kurumu konferansına sunulan tebliğ.

[2] Tahlilimizde meta-ekonomik faktörlerden bahsedecek yerde ferdin aktif kalemler tercih fonksiyonundaki sıralamadan da bahsetmemiz mümkündür. Gerçekten, sonuncu ifade şekli iktisat literatüründeki ifade şekline daha uygundur. Ancak, burada «meta-ekonomik faktörler»den kasdımız, fertlerin aktif kalemler tercih fonksiyonlarındaki sıralamayı tayin eden faktörlerdir ve tercih fonksiyonlarının gerisindeki etkileri söz konusu etmektedir. (Geri kalmış memleketlerde ferdin tercih sıralamalarını etkileyen faktörlerin iktisadi gelişmeyi nasıl engelliyebileceğinin ilgi-çekici bir izahı için bak: Charles Wolfe Jr. «Institutions and Economic Development,» American Economic Review, Aralık 1955.

ketimizde meskene yapılan yatırımlarla diğer istihsal sahalarına yapılacak yatırımlar arasında ikame elâstikiyetinin çok düşük olması ekonomik sebepler arsında sayılabilir. Ancak, söz konusu ekonomik sebepler yanında mesken yatırımlarını artıran ve yatırım kararlarında önemli etkisi olan meta-ekonomik faktörlerin mevcudiyeti de kabul edilmek gerekir. Meta-ekonomik faktörler ise, her ne bahasına olursa olsun bir mesken sahibi olmak arzusu, servetleri gayrimenkul olarak bulundurmanın ötedenberi alışlagelen ve ekonomik hesapları bir tarafa iten bir davranış haline gelmesi şeklinde ifade edilebilir. Meta-ekonomik faktörlerin, bilhassa bu tercihleri bir firma mekanizması içinde yapmayan mesken müstehlikleri ve mecmu gelirleri içinde kira geliri düşük kalan şahıslar bakımından iktisadî faktörlerin tamamen yerini aldığı söylenebilir. Şöyle ki: gerek mesken ihtiyacını tatmin etmek ve gerek küçük bir gelir sağlamak için mesken edinenler yatırdıkları paranın alternatif gelirini pek hesaba katmadan bu meskenlere para yatırmaktadır; alternatif gelir hesapları ve gayrimenkullerin Aktif kalemler arasında tercihini icap ettiren ekonomik sebepler ise daha ziyade müteşebbislerin yatırım kararlarında rol oynamaktadır. Ancak, bunlarda da meta-ekonomik faktörün yatırım kararlarına zaman zaman tesir ettiği görülmektedir.

Meskenler yanında meta-ekonomik faktörlerle finansman talebi yükselen diğer bir istihsal kesimi olarak spekülâtif ticaret göze çarpmaktadır. Bu kesimde de ekonomik faktörlerin oynadığı rol inkâr edilemez. Şöyle ki: ekonomide arz elâstikiyetinin düşüklüğü, dış ticaret tıkanıklıkları gibi olaylar devamlı olarak yükselen efektif talep karşısında mal fiyatlarında büyük yükselmeler yaratmış ve dolayısıyla bu kesimdekilere büyük kârlar sağlamak imkânını vermiştir. Ancak, bunların yanında iktisat teorisinde ekonomik davranışların içine dahil edilen, fakat Türkiye'deki şartlar ve karar verenlerin etik yönleri ele alındığında tamamen meta-ekonomik addedilmesi gereken *kumar arzusu*'nu da zikretmek gerekir. İktisat teorisinde yatırım kararlarını tayin eden faktör olarak *kumar* tamamen psikolojik bir davranıştan çok ihtimalî hesapların hâkim olduğu ve idare ettiği bir karara varma yoludur. Oysa, memleketimizde bilhassa ticaret kesiminde görülen ve yatırım kararlarını idare eden kumar arzusu tamamen psikolojik ve etik anlamlara bağlı kalmakta ve iktisadî hesapların iktisat dışı davranışlarla yumu-

şatılmasından çok, tamamen inkâr edilmesi tezine dayanmaktadır [3].

Gerek mesken ve gerek ticaret sektöründe meta-ekonomik faktörlerin yaygın ve hâkim olmasına sebep, Türkiye'de sermaye piyasası bulunmadığı için fertlerin servetlerini saf sermayeci kalarak değerlendirebilmek gayesiyle bizzat müteşebbis olmak zorunda kalmalarıdır [4]. Müteşebbis vasfını taşıyabilmek için muayyen bilgi, ekonomik davranışlar ve zihniyet lâzımdır. Oysa memleketimizde gerek mesken ve gerek ticaret kesimlerinde bu vasfı taşıyabilecekler dâima küçük bir azınlık olarak kalmıştır. Çoğunluğa gelince, bunların iktisadî olaylar karşısındaki davranışları rasyonel olmaksızın uzak görülmektedir. Müteşebbis olarak yetersizliklerini idrâk edecek durumda olanlar ise, sermayenin ve müteşebbis olarak fonksiyonlarının alternatif maliyetine bakmaksızın sırf emniyet saikiyle mesken kesimine yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Geri kalan bir kısım ise, sırf kumar saiki ile ticareti seçmiştir. Bunlar arasında bazılarının elde ettikleri başarılar gayrimenkul kesiminde de diğer bazılarını kumar saiki ile hareket etmeğe sevk etmiştir. Buna karşılık, spekülâtif ticaretteki rizikonun farkında olanlar, bu rizikodan kısmen olsun kaçabilmek için, faaliyetlerinin bir kısmını gayrimenkul kesimine aktarmışlardır. Bu şekilde rizikodan kaçanlar servetlerini meskene, rizikodan çekinmeyenler yani oyun arzusuna kapılanlar ticarî spekülâsyona yatırdıkları gibi her ikisini bir arada yapanlar da olmuştur. Görünürde «rizikoyu dağıtmak» gibi ekonomik bir davranışa bağlayacağımız bu iki kesimde birden faaliyet, aslında, diğer meta-ekonomik davranışların hakimiyeti altında bulunduğu için bu davranıştan uzak kalmıştır; diğer bir deyimle her ikisini birlikte yapanlarda da bu iki kesim için belirttiğimiz meta-ekonomik davranışlar eksik olmamıştır.

Devlet kesimine gelince: enfastrüktür yatırımların genel yatırım hacmi içinde çok yüksek bir oran kapsamasını geri kalmış bir ekonomi bakımından bir taraftan kaçınılmaz bir zorunluk, diğer ta-

[3] A. O. Hirschman «The Strategy of Economic Development», New Haven 1959, s. 21-23. Türkiye'deki duruma benzer bir kumar arzusunu yazar Lâtin Amerika memleketleri bakımından da konu etmektedir.

[4] Doç. Dr. Haydar Kazgan «l'Apport de l'entrepreneur au revenu national en Turquie», Ağustos 1962'de İstanbul'da toplanan «Beynelmîlî Gelir ve Servet Kurumu» konferansına sunulan tebliğ.

raftan diğer istihsal kesimlerinin gelişmesi için gerekli bir müşevvik saymak gerekir. Söz konusu yatırımların dıştan istifadeler yaratma ve dolayısıyla iktisadî gelişmeyi yığımlı bir büyüme haline getirme kabiliyeti dolayısıyla, kapital prodüktivitesinin düşüklüğüne rağmen bu yatırımların iktisadî gelişme boyunca kapsadığı yüksek oranı olağan saymak gerekir. Ancak, her ne kadar enfrastrüktür yatırımların yıllık hacmini tayin eden kıstas kapital prodüktivitelere ilâveten yarattıkları dıştan istifadeler, diğer bir deyişle bütün bir ekonomiye şâmil sosyo-ekonomik faydalar ise de, son on yıl içinde siyasî sebepler dolayısıyla yine meta-ekonomik diyebileceğimiz faktörler bunların hacmini tayin eden esas sebep olmuştur. Devlet, oy toplama kaygusu gibi hiçbir sosyal-ekonomik gerekçeye dayanmayan bir sebeple enfrastrüktür yatırımların miktar ve memleket içindeki dağılışını tâyin etmiştir. O kadar ki, bu yatırımların bazıları değil dıştan istifadeler, dıştan kayıplar yaratmak suretiyle yapılan yatırımın sosyal faydasızlığına da sebep olmuştur. Böylece, özel kesime meskenler ve spekülâtif ticaret konusunda hâkim olan meta-ekonomik mütâhazalar, kamu kesimi için enfrastrüktür yatırımlarda siyasî mülâhaza olarak belirmiştir.

Görüldüğü gibi, her üç kesimin de ortak özelliği finansman taleplerinin, ekonomik davranışlar dışındaki saiklerin hâkim olması dolayısıyla kapital prodüktivitesinin (dıştan istifadeler dahil) gerektirdiğinden çok daha *yüksek bir seviyeye* çıkmış olmasıdır.

Ziraat ve imalât sanayiine gelince: bu iki kesimin ortak özelliği de, yukardaki üç kesimin aksine, finansman talebini yükseltecek meta-ekonomik faktörlerden yoksun olmalarıdır. Burada şunu belirtelim ki küçük çiftçi ve küçük imalâteçi davranış özellikleri itibariyle müteşebbis zihniyet, kabiliyet ve bilgisinden yoksun bulunduğu için meta-ekonomik davranışlar bunlarda da aynen yatırım kararlarına hâkim bulunmaktadır. Bundan ötürü meka-ekonomik davranışlardan uzak kalan sadece büyük sanayici ve büyük çiftçi olmuştur; gerçekte zaten büyük çapta finansman talebinde bulunmak imkânına sahip olanlar da bunlardır.

Son iki kesimde kapital prodüktivitesinin yüksekliğine rağmen finansmana bağlı riziko yanında diğer faktörler de yatırımların rizikosunu yükselterek yatırım müşevviklerini azaltmıştır. Sanayi kesimi bakımından dış ticaret rejimindeki istikrarsızlık dolayısıyla ithal malları rekabeti korkusu, döviz sıkıntısı dolayısıyla yedek

parça ve ham maddelerin ithal imkânsızlıkları, hükümetin istikarsız iktisat politikası bunlar arasında sayılabilir. Ziraat kesiminde ise esasen fiyat dalgalanmaları ve geniş ölçüde hava şartlarına bağlı bulunan mahsullerin miktarındaki yıllık dalgalanmalar rizikoyu çok yüksek seviyelere çıkarmaktadır. Ayrıca, enflasyon şartları içinde birçok ziraat mahsullerinin dış ticaret primlerine rağmen ihracatında karşılaşılan güçlükler rizikoyu artıran sebepler arasında sayılmak gerekir. Kısacası her iki sektörde de kapital prodüktivitesi yüksek olsa dahi diğer kesimler için de varit olan finansmana bağlı riziko dışındaki riziko faktörlerinin yüksekliği yatırım müşevviklerinin düşük kalmasına yol açmıştır. Meta-ekonomik mülâhazalarla bu kesimlerde finansman talebinin yükselmesi sözkonusu olmadığı gibi rizikonun yüksekliği de yatırım oranının bu kesimlerde düşük kalmasını etkilemiştir. Bu arada şunu da belirtelim ki, sözkonusu kesimlerde meta-ekonomik davranışlar müteşebbisin yatırım kararlarını etkilediği hallerde bunun sonucu her ne bahasına olursa olsun bu kesimlerde yatırım yapmak şeklinde değil, fakat Aktif kaymaları yoluyla yukarda bahsettiğimiz meskenler, gayrimenkuller ve spekülâtif ticaret kalemlerine kapital transferleri şeklinde gözükmüştür.

Finasman talebi açısından çeşitli istihsal kesimlerle ilgili olarak yaptığımız bu açıklamayı finansman arzını da gözönünde tutarak tamamlamamız gerekmektedir.

Münhasıran ekonomik davranışlar hâkim olduğu hallerde her bir kesime finansman arzını tayin eden kıstasın bu kesimle diğer kesimler arasındaki yatırım müşevvikleri farkı olması beklenebilir. Diğer bir deyişle, herhangi bir istihsal kesiminde yatırım müşevviki diğerlerine nazaran ne kadar yüksekse o kesimin, ister kapital transferi şeklinde olsun ister carî tasarrufların transferi şeklinde olsun kapital çekme kabiliyeti o kadar yüksek olacaktır. Nitekim banka sisteminin görevi istihsal kesimleri arsında sözkonusu transferlerin yatırım müşevvikleri farkını her bakımdan dengeye getirinceye kadar devam etmesini sağlamaktır. Yalnız memleketimizde son on yılda her bir istihsal kesiminde finansman arzını o kesimdeki nisbî yatırım müşevviklerinden bağımsız kılan bir faktör mevcut olagelmiş ve bu da banka sisteminin tutumu olmuştur. Şöyle ki: banka sistemi çeşitli kesimler arasında, açılan kredilere karşı garanti göstermek bakımından bir fark bulunduğunu tesbit ederek, kredi politikasını kesimin nisbî yatırım müşevviklerine

değil fakat arzettiği garantilere yani likidite derecesine bağlamıştır. Gerçekten, garanti göstermek bakımından nisbî bir üstünlüğe sahip olan mesken inşaat kesimi ile ticaret kesimi kredilerin büyük bir kısmını çekmiştir. Bu sonucu banka sisteminin kısa vadeli kredilerde ısrar etmiş olmasıyla de ilgili görmek mümkündür. Zira bankalar borçlu firmanın produktivitesinden çok sahip olduğu Aktiflerin likiditesine yani kıymet kaybına uğramadan likide tahvil olma derecesine göre kısa vadeli kredi açmışlar ve bundan ötürü krediler istenen şartlara en çok uyabilecek kesimlere akmıştır. Nitekim bankalarca her kredi operasyonunda garanti bakımından tercih edilen Aktif'ler olan mesken kesiminde lüks binalar ve ticarette spekülâtif gaye ile bulundurulmuş mallar bu kesimlerdeki toplam yatırımın büyük bir yüzdesini kapsamıştır. Oysa, sanayi ve ziraat kesimlerinde bankalarca borcun karşılığını garanti eden likidite produktivite derecesine bağlı kalmaktaydı. Kârlar ise, devamlı bir yatırım vetiresi içinde likidite sayılabilecek Aktif'ler yerine sabit sermayeye aktığı için bankalarca istenen garanti vazifesini başaramıyacak durumda bulunuyordu. Sözkonusu iki kesimin istihsal tıkanmalarına yol açan finansman krizlerine maruz kalmalarına sebep produktivite derecesinin düşük olmasıdır denebilir. Produktivite derecesinin ancak belirli bir oranı munzam likidite sağladığı için, bankalarda toplam produktivitelere uygun olarak kredi almak imkânını bulamayan bu kesimlerin kredi alma kapasitesi de diğer kesimlere nazaran çok zayıf kalmıştır. Devamlı yatırımlar dolayısıyla Aktif kalemlerde sabit sermaye kalemleri lehine bir artış bunların likidite derecesini düşürdüğü halde banka sisteminin bu kaymaya paralel olarak kredi sağlamamış olması yatırım ve istihsal prosesülerini sekteye uğratmıştır. Gerçekte, son on yılda bu iki kesim sadece kredi sisteminin bünyesinde eksik olan orta ve uzun vadeli kredilerden değil, işletme sermayesi sağlayan kısa vadeli kredilerden dahi yoksun kalmıştır. Kanaatimizce, bu kesimlerdeki tıkanmaların asıl sebebi de kredi sisteminin bolca harcadığı kısa vadeli kredilerin dahi bu kesimlere yeter dozlarda akmaması olmuştur.

Devlet kesimine gelince: diğerlerinden farklı olarak devlet kesiminin kendi finansman arzını kendi yaratmak imkânının mevcut bulunduğu açıktır. Nitekim 1950-1960 devresinde devletin kredi genişlemesi olarak yarattığı finansman arzı devlet kesiminin enflasyona başvurarak kolayca kendine finansman arzını yaratabilece-

ğini göstermektedir. Gerçekten söz konusu devre zarfında «devlet gücü»nden faydalanarak kamu kesimi bankaların elindeki fonların önemli bir kısmını kendisine çekmek imkânını bulmuştur. İster kredi hacminde bir genişleme yoluyla olsun, ister bankaların Aktif'lerinde kanunî olarak muhafaza edilen likit kıymetleri hazine bonolarına tahvil etmek yoluyla olsun, devlet enflasyoncu kredi genişlemesini hazırlayarak kamu yatırımları için kendisine kolay başvurulabilir bir kaynak yaratmıştır.

Görüldüğü gibi, finansman arzı açısından da gerek banka sisteminin tutumu gerekse devlet kesiminin finansman arzı yaratma yeterliği dolayısıyla meskenler, spekülâtif ticaret ve enfastrüktür yatırımları ziraat ve imalât sanayiinden kesin bir sınırla ayrılmaktadır. Kısacası Türk ekonomisindeki çeşitli istihsal kesimlerini yalnız finansman talebi açısından değil, fakat aynı zamanda finansman arzı açısından da belirli bir sınıflandırmaya tâbi tutmak mümkün olmaktadır. Aşağıda finansman talep ve arzını iki kesimli bir model çerçevesinde incelemeye bizi sevkeden sebep de yukarıda belirttiğimiz bu sınıflandırma imkânı olmuştur.

II — EŞİT REKABET ŞARTLARI ALTINDA FİNANSMAN TALEP VE ARZINI GÖSTEREN İKİ KESİMLİ BİR MODEL

Bundan önceki kısımda yaptığımız izah, finansman piyasasında çeşitli istihsal kesimlerinin eşit rekabet şartları altında bulunmadığını ve yatırım hacminin o kesimdeki kapital produktivitesi değil, fakat rekabet şartlarını bozan diğer faktörlere bağlı kaldığını göstermiş bulunuyor. Bu kısımda ise, iki kesimli bir model çerçevesinde eşit rekabet şartları altında finansman talep ve arzını tâyin eden faktörler açıklanacaktır. Gayemiz bu faktörleri tesbit ettikten sonra takip eden bölümde rekabet şartlarını bozan unsurları da modele dahil ederek kredi politikası tedbirleri konusunda bir sonuca varmaktır.

A — Eşit Rekabet Şartları Altında Finansman Talebini Tâyin Eden Faktörler.

Herhangi bir istihsal kesiminde finansman talebini tayin eden kapital produktivitesi (O/K) ve finansman maliyetidir. Kapital pro-

düktivitesi ile kastedilen kavram açık olduğuna göre önce finansman maliyeti üzerinde duralım. Finansman maliyeti kredinin vadesine göre değişen faiz hadlerine, kısa ve uzun vadeli kredinin genel toplam içinde kapladığı orana ve borçlanma dolayısıyla rizikoya bağlıdır [5]. Finansman maliyetini teşkil eden birinci faktörü şöyle yazabiliriz :

$$\left(\frac{\alpha_1 r_c + \beta_1 r_1^n}{\alpha_1 + \beta_1} \right) \begin{array}{l} r_c = \text{kısa vadeli kredi faiz haddi,} \\ r_1 = \text{uzun vadeli kredi faiz haddi,} \\ \alpha = \text{kısa vadeli kredi tutarı,} \\ \beta = \text{uzun vadeli kredi tutarı,} \\ n = \text{kredinin vâdesi.} \end{array}$$

Yukardaki formüle kısa vadeli krediyi de dahil etmemizin sebebi uzun vadeli kredinin yetersizliği dolayısıyla diğer birçok memleketlerde olduğu gibi memleketimizde de yatırımların kısa vadeli kredilerin yenilenmesi ile finanse edilmesidir. Kısa vadeli kredi ise, krediyi yenileme masrafları dolayısıyla faiz haddinde bir yükselme tesiri yarattığından ayrıca hesaba katılmak gerekmektedir.

Finasman maliyetinin ikinci unsuru olan rizikoya gelince: riziko, etüdüün «Giriş» kısmında Türkiye bakımından mevcudiyetine işaret ettiğimiz riziko sebeplerinden ayrılarak sadece «borçlanmanın doğurduğu riziko» olarak ele alınacaktır. Bu halde riziko, borçların ödenememesi sebebiyle firmanın tasfiyesine gidildiğinde ortaya çıkan tasfiye kayıpları ve borçları yenileme maliyetine bağlanabilir. Aynı husus borçlu kadar alacaklı bakımından da varittir; borçlu borcunu vadesinde ödemediği takdirde alacaklı da likiditesini kaybedecek ve likidite derecesini tekrar yükseltebilmek için maliyet masraflarını artırıcı tedbirlere başvurmak zorunda kalacaktır [6].

[5] M. Kalecki «Principle of Increasing Risk» *Economica*, N. S. Vol. IV, 1937.

[6] Meselâ likiditesi tehlikeli ölçüde azalan bir bankanın mevduat toplanarak likiditesini artırmak için daha fazla ikramiye vermesi, reklâm yapması veya bir kısım aktiflerini kıymet kaybı bahasına satarak likide tahvil etmesi gibi... Bu konuda bak: C. Sergé, «The Supply of Finance and the Theory of Investment of the Firm», *Economia Internazionale*, Novembre 1957), Doç. Dr. Haydar Kazgan «Yatırımlarda Finansmanın rolü» İktisat Fakültesi Mecmuası, cilt XX, sayı 1-4.

İktisat teorisi bize rizikonun firmaları cebri bir tasarrufa sevk ettiğini ve borçlanmadaki yeni artışlara paralel olarak safi varlıklarını artırma zorunda bıraktığını göstermektedir. Bundan ötürü, bir istihsal kesiminin borçlanma yoluyla yeni kapital massedebilme kapasitesi kendi iç tasarruflarını artırma imkânına ve iştirâk halinde sermaye çekme yeterliğine bağlı kalmaktadır. Yeni kapital massedebilme kapasitesini tabii aynı zamanda bu kesimin borçlarını ödeme kabiliyetine de bağlayabiliriz. Ayrıca eğer banka sistemi kredi mekanizması yoluyla amortisman fonları ve sabit tesislere yatırılan kârları mobilize edemiyorsa, rizikonun aynı zamanda likit varlıklarla kesimdeki sabit yatırımlar arasındaki oranın bir fonksiyonu olacağı ortaya çıkmaktadır.

Aşağıdaki formülde bir istihsal kesiminde borçlanmaya bağlı rizikonun tabi olduğu faktörler belirtilmiştir [7].

$$\text{Riziko} = f \left(\frac{L_1}{K_1 + S_1 \pm K_2} \right)$$

L_1 = bir kesimde banka kredisi olarak borçların tutarı,
 K_1 = kesimin safi varlığı,
 S_1 = kesimin yıllık tasarrufu,
 K_2 = diğer kesimden tasarruf edilen kapital.

Yukardaki ifadede (L_1) diğer kesimin likit tasarruflarını da kavrayabilen banka kredilerini göstermektedir [8]. Aynı zamanda bir kesimde gerçekleştirilen nakdi tasarrufların da kısmen (L_1)e dahil olması mümkündür; kesimsel tasarruflar, bu halde, aynı kesime açılan banka kredilerine tahvil edilmiş olmaktadır. Gerçeğe oldukça uyduğunu ileri sürebileceğimiz böyle bir halde tasarruf/kredi oranının değişmesi dolayısıyla riziko da değişmiş olacaktır.

[7] Her ne kadar M. Kalecki'ye göre borcun safi varlıklara oranı artmakla hem borçlunun ve hem de alacaklının rizikosu artmakta ise de L. Wellisz'e göre borçların firmanın bütün varlıklarına eşit olduğu hallerde sadece alacaklının rizikosu söz konusu olmaktadır. Bak: L. Wellisz «Entrepreneur's Risk, Lender's Risk, and Investment» The Review of Economic Studies, Vol, xx (2) N. 52, 1952 - 1953.

[8] Her ne kadar Obligasyon ihracı suretile borçlanma söz konusu olduğunda borçların (L_1)e dahil edilmesi gerekiyorsa da, memleketimizde, obligasyon ihracı ile borçlanma hemen hiç yayılmamış olduğundan (L_1)'in sadece banka kredilerini gösterdiğini kabul etmekteyiz.

Şöyle ki: kesimsel tasarrufların önemli bir kısmı bankalara gidip aynı kesimdeki firmalara kredi olarak verildiği takdirde riziko yükselmektedir. Aksine, söz konusu tasarruflar firmalarda otofinansman şeklinde gerçekleştirildiği takdirde riziko azalmaktadır.

Nihayet, finansman talebini tayin eden bir faktör olarak kapital üretkenliği konusunda şunu belirtelim ki, kapital üretkenliği pozitif (istihsal değerini büyüten) bir unsur olarak o kesimin yarattığı dıştan istifadeleri, negatif (istihsal değerini küçüten) bir unsur olarak yol açtığı dıştan kayıpları da hesaba katmalıdır.

Yukarda yaptığımız açıklamadan anlaşılacağı üzere bir kesimde finansman talebi kapital üretkenliği ve finansman maliyetinin bir fonksiyonu olmaktadır. Şöyle ki :

$$D_{F_1} = f \left[\frac{O_1}{K_1} - \left(\frac{\alpha_1 r_c + \beta_1 r_1^n}{\alpha_1 + \beta_1} + \frac{L_1}{K_1 + S_1 \pm K_2'} \right) \right]$$

Herhangi bir istihsal kesiminde finansman talebi olabilmesi için kapital üretkenliğinin finansman maliyetinden büyük olması, diğer bir deyişle formülün pozitif bir değer taşıması gerekir.

Banka sistemi (O/K'yı veri kabul edersek) yukardaki formülde finansman maliyetini gösteren son iki ifadedeki değişkenlerin değerlerini değiştirmek suretile kesimin finansman talebini yükseltebilir veya alçaltabilir. Kısa ve uzun vadeli faiz haddini veya kısa vadeli ve uzun vadeli kredinin hacmini değiştirmek suretiyle birinci ifadenin değerini küçültebilir veya büyütülebilir. Aynı şekilde, banka sistemi doğrudan doğruya veya dolaylı müdahaleler yoluyla finansman maliyetini gösteren ikinci ifadenin (rizikonun) değerini etkilemek imkânına sahiptir. Meselâ, banka sisteminin o kesimdeki firmalara iştirâkler yoluyla K_2 nin kıymetini büyütmesi veya kısa vadeli kredi arzının elâstikiyetini artırarak kesimin likiditesini sağlaması mümkündür. Her ne kadar K_2 nin müsbet veya menfi olması ve hacmi kesimdeki yatırım müşevvikinin diğer kesime nazaran nisbî büyüklüğü veya küçüklüğüne bağlı kalacaksa da, bankaların kapital transferlerini kolaylaştıracak şekilde teşkilâtlanmaları veya bu teşkilâtın yoksun olmaları da K_2 nin değerini etkileyebilecektir.

Görüldüğü gibi, her bir kesimin finansman talebi kapital produktivitesi ve banka sisteminin kredi politikası vasıtaları ile değiştirilebileceği finansman maliyetine bağlıdır. Finansman talebi formülü bize aynı zamanda bu kesimdeki yatırım müşevvikini de göstermektedir. Nitekim etüdümüzde finansman talebi ve yatırım müşevviki deyimleri birbirinin yerine kullanılmakta ve her iki halde de yukarıda gösterdiğimiz formüle atıf yapılmaktadır.

B — Eşit Rekabet Şartları Altında Finansman Arzını Tâyin Eden Faktörler.

1 — *İç piyasada finansman arzı.* Bir istihsal kesimine iç piyasada finansman arzı iki kesim arasındaki yatırım müşevvikleri farkının fonksiyonudur. Finansman arzını tâyin eden faktörleri aşağıdaki formülde görmek mümkündür :

$$Q_{F_1} = f \left[\frac{O_1}{K_1} - \left(\frac{\alpha_1 r_c + \beta_1 r_1^n}{\alpha_1 + \beta_1} + \frac{L_1}{K_1 + S_1 \pm K_2} \right) \right] \\ - f \left[\frac{O_2}{K_2} + \left(\frac{\alpha_2 r_c + \beta_2 r_1^n}{\alpha_2 + \beta_2} + \frac{L_2}{K_2 + S_2 \pm K_1} \right) \right]$$

Birinci kesimde yatırım müşevviki ikinci kesimdekine nazaran yüksek olduğu müddetçe bu kesime finansman arzı, kendi içindeki finansman imkânları (ex-ante banka kredileri yani kredi ekspansiyonu dahil) ve diğer istihsal kesimlerinden kendisine transfer edilen finansman vasıtalarından ibarettir. Her iki kesim arasında kapital transferi yatırım müşevvikleri arasındaki fark sıfıra eşit olduğu zaman duracak, fakat bir kesimdeki yatırım müşevviki diğerinden farklı olduğu sürece kapital akımı devam edecektir.

Kesimler arası kapital transferi aynı zamanda bu transfer sırasında finansmana bağlı rizikonun değişmesinin etkisi altındadır. Şöyle ki: kapital transferleri eğer kredi yoluyla gerçekleşiyorsa, kapital çeken kesimdeki riziko L' nin kıymetinin yükselmesiyle artmakta ve dolayısıyla kesimin finansman talebi sınırlanmaktadır. Kapital transferleri iştirâk halinde olduğu takdirde ise, riziko küçülmekte ve dolayısıyla kesimin borçlanma kapasitesi yükselmek-

tedir. Diğer bir deyişle, kesimler arası kapital transferlerinin finansman talebi üzerine tesiri transferin kredi veya iştirâk olmasına tâbidir.

Kapital kaybeden bir kesimi ilk terkeden likit fonlar halindeki banka alacakları olacağına göre, kapital çeken kesimde borçlanmaya bağlı rizikonun devamlı olarak büyüyüp transferi durdurması için banka kredileri şeklindeki transferleri iştirâk halindeki transferlerin takip etmesi gerekir. Ancak, kapital kaybeden kesimde yatırılmış sermayenin likide edilmesi de yine geniş ölçüde banka sisteminin faaliyetine bağlıdır. Zira kapital kaybeden kesimde amortisman fonlarının transfer kaynağı olabilmesi için banka sisteminin bunları massedecek ve kapital çeken kesime yatıracak yeterlikte olması gerekir. Kapital piyasasının bulunmadığı veya henüz yeter derecede gelişmediği bir memlekette kapital transferlerini gerçekleştirebilecek tek mekanizmanın banka sistemi olduğu unutulmamak gerekir. Bu bakımdan, gelişmemiş ekonomilerde banka sisteminin finansman arzındaki rolü kapital piyasasının gelişmiş olduğu memleketlerdekinden çok daha büyüktür [9].

2) *Millî ekonomi dışında yapılan finansman arzı.*

Dış piyasadaki kredi veya ekonomik yardım olarak yapılan finansman arzının iç finansman piyasasına etkisi gerek şekline gerekse toplam değerine bağlıdır. Şöyle ki: krediler eğer kapital teçhizatı ve sinâî ham madde ithalâtını genişletmek imkânını veriyorsa [10] iç piyasadaki borçlular bu mahiyetteki kredilerin yol aç-

[9] Ancak banka sistemi bu transferleri sermaye piyasasına nazaran daha dar bir hudut içinde yapabilmektedir. Bu hududun genişlemesi için kapital transferlerinin tasfiyelerle yapılması gerekmektedir ki, bu da tasfiye zararları dolayısıyla transfer saikini zayıflatmaktadır. Nitekim likidasyon, sadece sermaye eşyasının "Aktif"deki kıymetinin altında satılması dolayısıyla değil, fakat likidasyon sebeble istihsalin durması ve boş geçen zamanların artması dolayısıyla de munzam zararlar meydana getirmektedir. Ayrıca, sermaye çeken kesim likide edilen sermaye eşyasına talep göstermediği takdirde — ki bunu normal karşılamak lâzımdır — alıcı bulunmaması dolayısıyla eşyanın hurda fiyatına satışı gerekeceğinden tasfiye zararları yükselerek transfer saiki daha da zayıflamaktadır. Bundan ötürü, likidasyon yoluyla sermaye transferinin kıymetini fazla mühimsememek doğru olacaktır.

[10] Dışardan sağlanan kredilerin bir kısmı direkt olarak ithalât imkânı yarattığı halde bir kısmı da bir döviz rantresi şeklini almakta ve kredi içeride millî para ile verilmektedir.

tığı yatırımların gerektirdiği kısa ve uzun vadeli finansman vasıtaları için millî banka sistemine başvurmak zorundadır. Tabii, krediler ne kadar büyük çapta ise iç piyasada finansman arzının o kadar genişlemesi gerekir. Diğer bir deyişle, dış piyasadaki sabit sermaye olarak gelen krediler iç piyasadaki borçluların banka sistemine başvurmaları ile sonuçlanmakta ve banka sistemi dış kredilerle koordine edilmiş şekilde finansman arzı sağlanmadıkça bunlardan yatırımlar konusunda gerektiği nisbette faydalanılamamaktadır [11].

Kredi şeklindeki yabancı sermayenin dünya finansman piyasasındaki gerçek eğilimleri aksettirdiğini kabul etmek de mümkün değildir. Zira, dış malî yardımların çoğu hallerde kredi şeklini alması dolayısıyla söz konusu kredilere uygulanan faiz hadleri krediyi veren devlet veya beynelmilel teşekkül tarafından sübvansiyonlarla desteklenmektedir. Alacaklıya ödenen faiz hadleri kendisinin alternatif yatırımlarda sağlayabileceği imkânların çok altında kalmaktadır. Teorik olarak alacaklının rizikosunu yardım organlarına verilen sübvansiyonlar ve garantiler sayesinde azaldığı için dış piyasadaki finansman arzı iç piyasadakine nazaran çok daha elverişli şartlar taşımaktadır. Çoğu hallerde dış yardımın faiz yüküne iştirâk veya rizikoyu azaltmak üzere alacaklılara verilen garantiler şeklini alması dolayısıyla, yerli müstahsilin aldığı kredilerin finansman maliyeti dünya piyasasındaki fiyatın altına düşmekte ve dış yardımların gelişmesi arzulanan kesimlerde finansman maliyetini etkilemek suretiyle yatırımları teşvik gayesi gerçekleştirilmiş olmaktadır. Dış kredilerin bu özelliğinden ötürü, yerli müstahsili sosyal faydası olan ve iç finansman piyasası şartları altında alternatiflere nazaran düşük bir verimlilik vaat ettikleri için yapılmayacak olan yatırımları yapmağa teşvik ettikleri söylenebilir.

Faiz ve itfa paylarının ödenmesi yönünden belirli özellikler taşıyan yabancı krediler, finansman arzını gösteren denklemin strüktründe bazı değişiklikler yapmamızı gerektirmektedir. Bunun başlıca sebebi de vade sonunda kredilerin gerek faiz gerek taksitlerinin dövizle ödenmeleridir. Dolayısıyla yabancı kredilerin, ister doğrudan doğruya finansman vasıtası oldukları ister teşvik ettikleri

[11] Birinci şekilde, meselâ Türkiye Sınai Kalkınma Bankası araya girmekte ve gerekli kapital teçhizatı ve ham madde ithali için krediyi döviz olarak tahsis etmektedir.

faaliyet dalları yoluyla olsun millî ekonominin döviz gelirlerinde bir artış yaratmaları şarttır. Bundan ötürü, yabancı kredilerin kullanıldığı sahalarda kapital produktivitesini sadece millî istihsal itibariyle değil, fakat döviz sağlayacak istihsal itibariyle de ölçmek zorunluğu ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, kredilerin kullanıldığı istihsal faaliyetleri aynı zamanda yardımcı madde veya ham madde olarak ithal malları talebini artırıyorsa kapital produktivitesi hesaplarında bu husus da gözden uzak tutulamaz [12].

Yukarda yaptığımız bu kısa açıklamaya göre, dış krediler bakımından kapital produktivitesi sadece O/K olarak yazılmayıp ifadeye aşağıda belittığımız hususların da ilâvesi gerekir.

$$\frac{O_d + \lambda O_{ex}}{K_d + \lambda K_{im}}$$

- O_d = iç piyasa için istihsal,
 D_{ex} = bir katsayı ile büyütülen dış piyasa için istihsal,
 K_d = yerli sermaye,
 λK_{im} = bir katsayı ile büyütülen yabancı sermaye.

Finansman maliyetini teşkil eden ifadenin ilk kısmında yapılması gereken tashih ise yabancı krediler için beynelmilel teşekküller veya yabancı devletlerce verilen sübvansiyonun indirilmesi şeklinde olacaktır. Şöyle ki :

$$\frac{\alpha_1 r_c + \beta_1 r_1^n - \gamma}{\alpha_1 + \beta_1 + \gamma}$$

- γ = yabancı devlet veya beynelmilel teşekkülce verilen sübvansiyon.

Dış borçların tahmil ettiği rizikonun hesabında iç borçlanmadan farklı ve rizikoyu yükselten tesirleri ele almak zorundayız. Her ne kadar belirli bir kesimin dış borçlarının da millî para ile ödemesi dolayısıyla bu borçların rizikosu farklı olmamak gerekiyorsa da, aslında Türkiye'nin dış ödeme kabiliyetinin düşüklüğü gözönünde tutulduğunda kaydedilir bir fark ortaya çıkmaktadır.

[12] Geri kalmış memleketler ve bu arada Türkiye'nin döviz sıkıntısı çektiği peşin olarak kabul edilebileceğine göre dış kredilerin kullanılması ile döviz arz ve talebinde ortaya çıkabilecek değişiklikleri kapital produktivitesinde hesaba katmamız kaçınılmaz bir zorunluktur.

Şöyle ki; döviz kıtlığı dolayısıyla dış borçların faiz ve taksitlerinin zamanında ödenmemesi ilerde daha elverişsiz şartlarla yani daha düşük subvansiyonlu veya hiç subvansiyonsuz borçlanma ihtimalini ortaya çıkarmaktadır. Bu ihtimalin mevcudiyetinden ötürü, herhangi bir kesimin dış borçlanmasının getireceği riziko bunların sadece millî para ile kıymetine bağlı olmakla kalmayıp, bunun yanında munzam olarak dış ödeme imkânlarının mevcut bulunup bulunmamasına bağlı rizikoyu da kapsamaktadır. Diğer bir deyişle, herhangi bir istihsal kesiminin yabancı finansman kaynaklarını kullanması dolayısıyla karşılaşacağı munzam rizikonun değeri ekonominin döviz yaratma imkânlarına geniş ölçüde bağlıdır. Bu imkân mevcutsa riziko azalıp ortadan kalkabilecek ve dış borçlunun rizikosu sadece dış borcun yol açtığı munzam iç borçlanmaya inhisar edecektir. [13]. Döviz imkânları sınırlı olduğu takdirde ise ilerde dış kredilerden yararlanma imkânının azalma ihtimali dolayısıyla riziko artacaktır.

Bilindiği gibi, görünürde dış borçtan yararlanan kesimin bu borçlarını sadece millî para ile ödemek zorunluğu söz konusudur ve dolayısıyla o kesim bakımından yabancı borçların daha yüksek bir riziko getireceğinden bahsedilemez. Aynı husus millî bankalar bakımından da varittir. Zira millî bankalar da Merkez Bankasına Türk parası ile dışarıya karşı olan borçlarını ödemek suretiyle borçtan kurtulmuş olmaktadır. Ancak memleketimizde hükümet tasarrufu ve idaresine tâbi döviz giriş ve çıkışı dolayısıyla bu borçların Merkez Bankası tarafından Türk parası ile karşılıkları ödendikçe otomatik olarak transferi pek mümkün olmamaktadır. Döviz disponibilitesinin düşüklüğü yüzünden Merkez Bankasına Türk parası olarak yatırılan dış borçların faizleri ve taksitleri vadede ödenmediği için de bütün Türk ekonomisi bu borçların getirdiği munzam rizikoyu taşımaktadır. Zira daha önce belirttiğimiz gibi bu riziko dış alacaklı tarafından taşındığı sürece Türk ekonomisinin dışardan daha az elverişli şartlarda borç alması söz konusu olmakta ve bu da bütün ekonomiyi kapsayan munzam bir riziko getirmektedir.

[13] Eğer Türk parası konvertiliteyi haiz bulunsaydı ve dış borçlar için gerekli transferler bakımından hiçbir kayıt bulunmasaydı, iç ve dış borçlanmada rizikonun farklı olmasından bahsedemiyecaktık. Böylece, dış borçların da rizikosu alacaklı aracı bankanın rizikosu artı borçlunun rizikosuna eşit olacaktı.

Bu açıklamadan anlaşılacağı gibi, her ne kadar tek bir istihsal kesimi dış borcunu sâdece Türk parası ile ödemek imkânı dolayısıyla bir anlamda bu rizikoyu taşımıyorsa da, diğer bir bakımdan dolaşılı bir şekilde bu rizikoyu taşımaktadır. Zira, dış borçların dövizle ödenmemesi halinde kendisi için daha kötü şartlar altında borçlanmak tehlikesi ortaya çıkmaktadır. Bu sebeptendir ki, kesimin munzam döviz geliri yaratma gücü ile taşıdığı riziko arasında, tıpkı kapital produktivitesi konusunda belirttiğimiz gibi, bir bağ kurmak gerekmektedir. Yaptığımız bu açıklamaya göre finansman maliyetinin bir unsurunu teşkil eden riziko formülü dış borçlar konu edildiğinde aşağıdaki şekilde yazılabilir [14] :

$$\frac{L_1 d + \lambda L_{im}}{K_1 + S_1 \pm K_2}$$

$L_1 d$ = kesimin millî parayla ödenecek borçları,
 λL_{im} = kesimin bir katsayı ile büyütülmüş dış borçları.

Görüldüğü gibi, yatırımların dış kredilerle finansmanı söz konusu olduğu hallerde her bir kesimin yatırım müşevviklerini gösteren denklemde gerek kapital produktivitesi ve gerek finansman maliyeti açısından önemli düzeltmeler yapma gereği ortaya çıkmaktadır.

Dış kredilerle ilgili olarak üzerinde durmamız gereken bir diğer nokta da bu kredilerin memleketimizde piyasa mekanizması dışında kalması ve tamamen devlet ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası tarafından enfastrüktürler ve sanayi arasında sosyal fayda gözönünde tutularak dağıtılmakta olmasıdır [15]. Bu halde ise, ya-

[14] Türkiye'ye direkt yatırım olarak gelen yabancı sermaye pek cüzi miktarlarda kaldığı için iştirak yoluyla memleketimize gelen yabancı sermayenin finansmana bağlı rizikoyu azaltacağı tesirinden bahsetmek pek mümkün değildir. Bundan ötürü yukardaki formülde ve metindeki açıklamamızda bu husus tamamiyle ihmal edilmiştir.

[15] 1950-60 devresi arasında bir kısım ithalâtın döviz finansmanında bir de «kredili ithalât» rejimi kullanılmıştır. Bu kredilerde ise alacaklının rizikosunu, subvansiyonlar ve devlet veya beynelmilel teşekkül garantileri bulunmadığı için, çok yüksek olmakta idi. Yapılan ithalâtın maliyetine bu rizikonun da dahil edilmesini önlemek maksadile ithalâtçı tüccar kanunî hükümler yönünden kredi olarak gözüken mal bedelinin birçok hallerde tamamını karaborsadan tedarik ettiği dövizlerle ödemekte idi. Bu ödemenin yapılmadığı hallerde ise kredinin alacaklı bakımından rizikosunu ithal edilen malın maliyetine eklen-

bancı kredilerin esas itibariyle enfastrüktürler ve sanayi kesimine akması ve herbir kesim için belirli miktarların tahsis ediliyor olması, istihsal kesimleri arasında yabancı finansman arzının yatırım müşevvikleri farkına bağlı olmasını engellemektedir. Bununla beraber, yukarda belirttiğimiz esaslar dahilinde yapılacak tashihler bize hiç olmazsa söz konusu iki kesimde finansman arzının diğer istihsal kesimlerine nazaran millî ekonomiye sağladığı faydalar konusunda bir kıstas teşkil edebilir. Kredi şeklindeki dış finansman arzının bir yandan gayri elâstik olması, bir yandan da iç piyasada bulunması mümkün olmayan istihsal vasıtaları ithaline imkân vermesi dolayısıyla serbest piyasanın tesirlerinden kurtarılıp, kaçınılmaz şekilde güdümlü bir finansman arzı haline getirilmesi zorunluğu açıktır. Böylece hiçbir müdahale bulunmadığı hallerde dış finansman arzının iç piyasadaki şartlara tabi olarak akacağı kesimlerden gayri kesimlere — sanayi ve enfastrüktürler — akması sağlanmış olmaktadır.

C — Eşit Rekabet Şartları Altında Finansman Arz ve Talebi Arasındaki Açık.

Teorik modelimizde olduğu gibi finansman piyasasında istihsal kesimleri eşit rekabet şartları altında buldukları hallerde de finansman arzı carî faiz haddinde herbir kesimin finansman talebini karşılıyabiliyor. Ancak rekabet şartları altında bu açığın sebebini «Giriş» kısmında Türkiye bakımından varit olduğunu ileri sürdüğümüz bazı kesimlerin finansman arz ve talebini yükselten subjektif âmillerde değil, fakat kapital transferleri sırasında banka sisteminin değişen likiditesi dolayısıyla değişen kesimsel riziko haddinde aramalıdır.

İktisat teorisi bize finansman arz ve talebi arasındaki açığı kapatmak için kanunî faiz haddini denge seviyesine yükseltmek gerektiğini söyler. Böylece banka sistemi arzın talebe eşitliğinin ge-

mekte ve maliyet mense memleketler rayicinin çok üstüne çıkmakta idi. Diğer taraftan bu şekilde ithal edilen mallar kanunî kâr hadlerinden kaçırılarak geniş ölçüde spekülâtif hareketlere yol açmıştır. Bu spekülasyonu geniş ölçüde finanse eden banka sistemi ise, büyük riziko altına girmiş ve spekülâtörlerle beraber spekülasyonun rizikosunu müstehlike fiyatlar yoluyla inikâs edemediği hallerde bu oyunun maliyetlerine katlanmak zorunda kalmıştır.

tireceği munzam rizikoyu — alacaklının ve borçlunun rizikosu — faiz haddini yükseltmek yoluyla borçluya inikâs ettirmek imkânını bulabilir. Ancak, geri kalmış memleketlerde esasen yüksek olan faiz hadlerini bu seviyeye çıkarmayı engelliyen bir çok sebepler mevcuttur [16]. Banka sisteminin kapital transferleri sırasında değişen riziko haddine göre uyguladığı faiz nisbetlerini de değiştirmeye imkân bulamaması ise, aşağıda inceliyeceğimiz rizikoyu azaltıcı mahiyette tedbirlere başvurması zorunluğunu yaratmaktadır.

Bu arada şunu belirtelim ki, aşağıda ileri süreceğimiz model Keynes sistemindeki modelden önemli iki noktada ayrılmaktadır. Bir kere, Keynes sisteminde yatırımlar sermayenin marjinal müesiriyetinin fonksiyonu olarak kabul edilir. Bu tez, kredi arzının sonsuz elâstik olduğu ve yatırımları tahdit eden faktörün finansman arzı değil, fakat yatırım talebi olduğu faraziyesine dayanır. Genellikle, yatırım müşevviklerinin geri kalmış memleketlerde düşüklüğü kabul edilmekle beraber, eğer bu düşük seviyede dahi finansman talebi finansman arzından büyükse yatırımları sınırlıyan faktörün finansman arzı olacağı açıktır [17].

İkinci nokta modelimizin Keynes modelinde olduğu gibi global değil fakat kesimsel olması ile ilgilidir. Kesimler arasında finansman arz ve talebi bakımından eşit rekabet şartlarının hâkim olduğu ve finansman piyasasının bu şartları sağlayabilecek bir organizasyona sahip olduğu hallerde global bir modelden hareket etmekte bir mahzur olmamak gerekir. Ancak, geri kalmış memleketlerde olduğu gibi kesimsel büyüme oranının özel bir önemi bulunduğu ve finansman piyasasının her bir kesim bakımından finansman arz ve talebi arasında eşitlik sağlayacak bir organizasyona sahip bulunmadığı hallerde global Keynes modeli asıl üzerinde durulması gereken birçok meselenin karanlıkta kalmasına yol açabilir. Nite-

[16] Bu sebepleri burada tartışmaya lüzum görmemekle beraber, devletin bu yoldaki müdahalesinin cezai hükümlere rağmen, banka sisteminin ve serbest piyasada borç verenlerin bazı kesimler bakımından bu dengeyi sağlayabilecek bir faiz haddini uygulamalarını engelliyemediğini belirtelim.

[17] Kredi enflasyonu ile finansman arzının genişleyebileceği ve dolayısıyla finansman talebinin karşılanabileceği ileri sürülebilir. Ancak, geri kalmış memleketlerde arz elâstikiyetinin düşüklüğü dolayısıyla kredi genişlemesinin enflasyonist tesiri çok şiddetli olabilmesinden gayri, enflasyonun sağlanan fonların satın alma kudretini düşürmesi dolayısıyla finansman talebini karşılamadaki gücü de azalmış olmaktadır.

kim, global olarak finansman arz ve talebi dengede bulunsa dahi bu dengenin her bir kesim bakımından da sağlanmış olması gerekmez; bazı istihsal kesimlerinde finansman arzı talebi karşılamaya yetmezken diğer kesimlerde âtıl fonlar birikiyor olabilir.

Aşağıda inceliyeceğimiz kesimsel model, geri kalmış memleketlerin gerçeklerine uyan «faiz haddinin banka sistemince serbestçe yükseltilemediği» varsayımından hareket etmektedir. Böyle bir halde ise banka sisteminin rizikoyu borçluya inikâs ettirmesi konusunu şöyle açıklayabiliriz: Yatırım müşevviklerinin düşük olduğu bir kesimden diğer istihsal kesimlerine kredi şeklinde olan kapital transferleri sırasında, daha önce belirttiğimiz gibi, krediyi alan kesimin finansmana bağlı rizikosunu yükselmektedir. Banka sistemi ise, gerek likidite imkânsızlıklarından doğan kendi rizikosunu, gerekse yükselen borçlunun rizikosunu faiz haddini yükseltmek suretile borçluya inikâs ettirmek imkânından yoksundur. Bu imkânsızlık dolayısıyla rizikoyu düşürmek için banka sistemi borçlunun gösterebileceği garantilere bağlı kalmaktadır. Bu gibi hallerde ise bir kesime finansman arzını tayin eden o kesime verilen borçla, borç karşılığı bankaların rizikoyu düşürdüğünü kabul ettiği garantilerin birbirine oranı olacaktır. Nitekim kesimler arasında alınan borçla bu borçların itfasını garanti eden aktifler bakımından ancak bir eşitlik bulunduğu hallerdedir ki, finansman piyasasında eşit rekabet şartlarından bahsetmek mümkün olacaktır. Böyle bir eşitliğin bulunmadığı bütün hallerde, finansman piyasasında kesimler arası rekabet şartlarının bozulduğunu kabul etmek gerekir. Demek oluyor ki, kesimler arasında Borçlar/Aktif oranı aynı olduğu hallerde dahi, Aktiflerin bankaların istediği garantiler bakımından farklı terkipte bulunması finansman arzında kesimlerin eşit şartlar altında bulunmasını engelleyecektir. Bu da, bize faiz haddinin artırılmadığı ve dolayısıyla rizikonun alacaklı tarafından borçluya inikâs ettirilemediği hallerde finansman arzı ile talebi arasında, hiç olmazsa bazı kesimler bakımından, bir farkın ödenemeyeceğini ve bu farkın da, esas itibarıyla garanti göstermek bakımından kesimsel yapıları dolayısıyla nisbeten zayıf olan kesimler konusunda karşımıza çıkacağını göstermektedir.

Sonuç olarak şunu belirtelim ki, faiz haddinin belirli bir haddeden daha yüksek seviyeye çıkarılmasının ekonomik ve sosyal sebepler dolayısıyla mahzurlu sayıldığı geri kalmış memleketlerde kredi alış verişini çeşitli kesimler arasında eşit rekabet şartları altında ce-

reyan edemeyecektir. Rekabet şartlarını bozduğunu ileri sürdüğü müz meta-ekonomik faktörlerin bulunmadığı hallerde dahi, eğer banka sistemi faiz haddini her bir istihsal kesiminin kredi şeklindeki kapital transferleri sırasında değişen rizikosuna göre ayarlamıyorsa, rekabet şartları yine bozulmuş olacaktır. Zira, böyle bir halde bankalar «garantilerin mahiyeti» esasına bağlı kalmaktadır. Bu garantileri göstermek bakımından kesimler arasında nisbî farklar bulunduğu sürece de, kredi arzının çeşitli kesimlerin talebini farklı nisbetlerde karşılaması mümkün olmaktadır. Bu itibarla, söz konusu garantileri göstermek yeterliğine sahip istihsal kesimleri için finansman talep ve arzı arasında bir denge bulunsa dahi, bu yeterlikten yoksun olan kesimler için aynı denge bulunmayacak; ikincilerde finansman arzı yatırım hacmini sınırlıyan bir faktör olarak belirecektir.

III — EŞİT OLMAYAN REKABET ŞARTLARI ALTINDA FİNANSMAN TALEP VE ARZI

Etüdün «Giriş» kısmında Türkiye ile ilgili olarak yaptığımız açıklama ile Bölüm II de eşit rekabet şartları altında finansman talep ve arzı için kurduğumuz model arasında önemli noktalarda farklar bulunduğu açıktır. Şöyle ki : teorik modelimiz kapital produktivitesini objektif bir veri olarak aldığı ve bunun yatırım yapanların sübjektif değerleri ile yükselebileceğini ihmal ettiği halde, «Giriş»teki açıklama Türkiye'de sübjektif faktörlerin kapital produktivitesini objektif değerinin üzerine çıkarabileceğini ileri sürmekte idi. Bundan başka, finansman maliyetini tayin eden riziko teorik modelde sadece finansmana bağlı ve borç/varlıklar oranının tayin ettiği «objektif olarak ölçülebilir» bir faktör olarak belirtildiği halde, Türkiye'nin gerçekleri üzerinde yaptığımız yorumlama rizikonun sübjektif yönü üzerinde durmakta idi. Nihayet üçüncü bir nokta, banka sisteminin rizikosunu azaltmak için faiz haddi yoluyla riziko-yu borçluya inikâs ettiremediği hallerde garantilerin mahiyeti üzerinde durmak zorunluğunu ortaya koymuş bulunuyor. Türkiye'deki banka sisteminin rizikoyu azaltmak için başvurduğu çarenin farklı olmadığı «Giriş»teki açıklamamızdan anlaşılacaktır. Ancak, biraz ilerde yapacağımız izahattan da görüleceği üzere, banka sisteminin

garanti tercihleri de sübjektif değerlerin etkisinden yoksun değildir. Diğer bir deyişle, kesimlerin garanti gösterme yeterliği ayrıca banka sisteminin kendi sübjektif değerleriyle de finansman arzı bakımından kesimler arasında keyfî bir farklılaşma yapıldığını göstermektedir.

Görüldüğü gibi, gerek finansman talebi, gerek finansman arzında Türkiye'de istihsal kesimleri arasında rekabet eşitliğini bozan objektif olmaktan uzak birçok âmillerin etkisinden bahsedilebilir. Şimdi ikinci kısımda kurduğumuz modele söz konusu sübjektif âmilleri dahil ederek, finansman piyasasında rekabet eşitsizliğinin sadece gösterilen garantilerin mahiyetine bağlı kalmayıp, söz konusu sübjektif değerlerin etkisi ile de nasıl şiddetlendiğini açıklayalım.

Spekülâtif ticarete kumar eğilimi, meskenlerde bir ev sahibi olmak arzusu ve enfranstrüktür yatırımlarda siyasî gayeler gibi meta-ekonomik faktörler «motif» diyebileceğimiz sübjektif değerler ekliyerek kapital prodüktivitesini $(O/K + M_k)$ haline getirmektedir. Diğer taraftan meskenlerde emniyet, enfranstrüktür yatırımlarda devlet teşebbüsünün iflâs tehlikesinin söz konusu olmaması, ve spekülâtif ticarete enflâsyonist bir ekonomide elde tutulan malların her an kıymet kaybına uğramaksızın nakde tahvil olunma imkânı, finansman maliyetindeki riziko faktörünü azaltıcı bir âmilin indirimini gerektirmektedir. Yine «motif» olarak vasıflandırabileceğimiz (M_r) rizikoyu düşürücü bu faktör dolayısıyla de söz konusu kesimlerde finansman talebi

$$D_F = f \left[\left(\frac{O}{K} + M_k \right) - \left(\text{finansman maliyeti} - M_r \right) \right]$$

olmaktadır. Sübjektif faktör «motif» bir taraftan kapital prodüktivitesini objektif değerinin üzerine çıkarmak, bir taraftan da rizikoyu küçültmek suretiyle finansman talebinin objektif ve teorik esaslara göre öngörülenin üzerine çıkmasına yol açmaktadır.

Finansman arzı, hatırlanacağı üzere, teorik modelimizde iki kesimin yatırım müşevvikleri arasındaki farkın fonksiyonu olarak belirtilmiştir. Gerçekte ise, sübjektif faktörlerin etkisi dolayısıyla finansman talebinin yükselmesi diğer kesimlerle motifin bulunduğu kesimler arasındaki yatırım müşevvikleri farkını sırf sübjek-

tif faktörlerin mevcudiyeti dolayısıyla yükseltebilmektedir. Diğer bir deyişle bu kesimlere finansman arzı

$$\left[\frac{O_1}{K_1} + M_k - (\text{finansman maliyeti} - M_r) \right] > \left(\frac{O_2}{K_2} - \text{finansman maliyeti} \right)$$

olduğu sürece devam edelecektir.

Ancak mesele bununla da kalmamakta ve bu kesimlerin gösterebildikleri garantiler dolayısıyla banka sisteminin rizikosunu yine objektif sayamayacağımız sebeplerle azaltmaları finansman piyasasındaki imtiyazlı durumlarını daha da lehlerine döndürmektedir. Banka sisteminin motif diyebileceğimiz subjektif değerleri de spekülâtif ticaret için belirtmiş olduğumuz kumar eğilimine benzerdir. Özel sektöre ait bankalarda olduğu kadar bunlarla rekabet halinde çalışan devlet bankaları da kârlılık oranlarını yükseltmek için borçludan istedikleri garantilerin kıymetini tayin ederken değerlendirme ölçülerini keyfî olmaktan kurtaramamışlardır. Banka sisteminin garantiler konusundaki tutumu spekülâsyon arzusunun bunlarda da çok kuvvetli olduğunu göstermiştir. Bu açıklamaya göre banka sisteminin motifini de dahil ederek finansman arzını aşağıdaki formül çerçevesinde belirtebiliriz.

$$\left[\left(\frac{O_1}{K_1} + M_k \right) - (\text{finansman maliyeti} - M_r - M_b) \right] > \left(\frac{O_2}{K_2} - \text{finansman maliyeti} \right)$$

M_b : banka sisteminin motifi.

Yaptığımız açıklamadan Türkiye'de finansman piyasasında kesimler arası rekabet eşitliğini bozan önemli subjektif faktörler bulunduğu ve çeşitli istihsal kesimlerinin «motiflerin hâkim olduğu» veya «motif bulunmayan kesimler» olarak sınıflandırılmasının gerçeğe oldukça yaklaşıp bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Finansman talep ve arzı arasında bir açık bulunduğu ve talebin carî faiz haddinde arzdan büyük olduğu hallerde, kesimsel yatırımlar finansman arzının fonksiyonu olacağına göre, finansman arzının söz ko-

nusu subjektif âmillerin etkisi ile yükseldiği kesimlerde yatırım oranının genel yatırımlar içinde çok yüksek bir oran kapsamasını olağan saymak gerekir. Diğer taraftan, ziraat ve imalât sanayii gibi gerek kapital produktivitesini yükseltecek ve gerekse finansman maliyetini küçültecek subjektif mahiyetteki âmillerden yoksun kesimlerde yatırım oranının genel yatırım hacmi içinde çok düşük bir yer işgal etmesine de şaşmamak lâzımdır.

Kapital produktivitesinin yüksek olduğu kesimlerde finansman arzı ve dolayısıyla yatırımların düşük bir seviyede kalması, kesimsel büyüme yatırım oranı ve kapital produktivitesinin fonksiyonu olduğuna göre, büyüme oranlarını diğer kesimlere nisbetle düşürmüştür. Türkiye ekonomisinin genel büyüme oranı, çeşitli istihsal kesimlerinden her birindeki yatırım oranı ve kapital produktivitesinin tartılı bir ortalamasından başka bir şey değildir. Diğer taraftan kapital produktivitesi her bir istihsal kesiminde farklı olduğuna göre, genel yatırım oranı kadar yatırımların çeşitli kesimler arasındaki bölünme oranının da genel büyüme oranını etkileyeceği açıktır. Tabiidir ki, kapital produktivitesinin bütün istihsal kesimlerinde aynı olduğu hallerde böyle bir fark söz konusu olmayacaktır.

Kısacası, Türkiye ekonomisinde kapital produktivitesi düşük olan istihsal kesimlerinde finansman arz ve talebinin motiflerin tesiriyle yükselerek bu kesimlerde yatırım oranını objektif âmillerin gerektirdiğinin üzerine çıkarması, ekonominin yıllık büyüme oranını, bu değerlerin etkisi bulunmadığı bir halde erişilebilecek olan büyüme oranının altına düşürmektedir.

IV — KESİMLER ARASI EŞİT OLMAYAN REKABET ŞARTLARI DOLAYISIYLA TAKİP EDİLMESİ GEREKEN KREDİ POLİTİKASI.

A — Rekabet Şartlarını Eşitleştirmek İçin Gereken Selektif Kredi Politikası.

Finansman piyasasında çeşitli istihsal kesimleri arasındaki rekabet eşitliğini motif diyebileceğimiz bazı subjektif değerlerin bozduğunu birinci ve üçüncü bölümlerdeki açıklamalarımız ortaya koymuş bulunmaktadır. Bu eşitsizliği bir rekabet eşitliği haline ge-

tirmek için ise kredi politikasının belirli bir strüktür taşıması ve motif dolayısıyla finansman talep ve arzının yükseldiği kesimlere karşılık bunlardan yoksun bulunan kesimlerde politika tedbirleri ile finansman talep ve arzının yükselmesini sağlanması gerekir. Bu gayeye yönelik bir kredi politikasının ise, selektif bir kredi politikası olacaktır.

Banka sistemi rekabet eşitliğini bozan motiflerden yoksun olan kesimlere daha düşük bir faiz haddi uygulamak, uzun vadeli kredinin genel kredi hacmi içindeki oranını yükseltmek suretile finansman maliyetini düşürebileceği gibi; bu kesimlere iştirâk halindeki kapital transferlerini kolaylaştırmak, hattâ yatırım bankaları kurmak suretiyle finansmana bağlı rizikoyu ve finansman maliyetini daha da azaltabilir. Öyle ki, söz konusu tedbirlerle bu kesimlerde finansman maliyetindeki düşüş motifin diğer kesimlerdeki etkisini telâfi edecek bir seviyeye gelsin. Tabiidir ki, motiflerden yoksun olan kesimlerde kapital prodüktivitesini daha da yükseltecek imkânları hazırlamak, banka sisteminin kendi imkânlarının dışında kalmaktadır. Ayrıca, banka sisteminin garantiler karşısındaki tutumunu değiştirmek de bir kanunla çözüme bağlanabilecek bir mesele olmaktan uzaktır. Bu kısa yorumlamamızdan görülecektir ki, kredi politikası tedbirlerinin etkili olabildiği tek saha finansman maliyetidir. Finansman maliyetinin değişmesi ile motifin bazı kesimlerde finansman arz ve talebini yükseltmesinin etkisi motifin bulunmadığı kesimlerde bertaraf edilebildiği nisbette, finansman piyasasında kesimler için eşit rekabet şartları sağlanabilecektir. Böylece motifin bulunduğu kesimlerde

$$\left[\left(\frac{O_1}{K_1} + M_k \right) - (\text{finansman maliyeti} - M_r - M_b) \right]$$

olmasının etkisi diğer kesimlerde

$$\left[\frac{O_2}{K_2} - (\text{finansman maliyeti} - \text{subvansiyon}) \right]$$

haline getirilmek suretiyle telâfi edilmiş olacaktır. Diğer bir deyişle, motifin bulunmadığı kesimlerde finansman maliyetini düşürecek mahiyette subvansiyonlar motifin tesirlerini bertaraf etmek gayesine yönelecektir. Nitekim geri kalmış memleketler dünyasında bugün çok yayılmış bulunan ve kurulması için memleketimizde

de çalışmalar yapılan yatırım bankaları ile sanayi ve ziraat kesimlerine özellikle tahsis edilen finansman müesseselerinin mevcudiyeti bu gayeye bağlanabilir.

B — Selektif Kredi Politikasının Sonuçları.

Finansman arz ve talebi ve dolayısıyla yatırım oranı, kapital produktivitesinin yüksek olduğu kesimlerde finansman maliyetini düşüren selektif kredi politikası tedbirleri ile artırıldığı takdirde, Türkiye ekonomisinin gelişme hızı üzerinde etkisinin ne olacağını kısaca belirtelim.

Bir kere, daha önce de açıkladığımız gibi, ilk sonuç aynı genel yatırım oranında ekonominin genel büyüme oranının yükselmesi olacaktır. Bunun yanında, söz konusu politika aynı zamanda motiften yoksun kesimlerin kapital çekme kabiliyetini yükseltecek, büyüme oranının bu kesimlerde yükselmiş olması dolayısıyla iç tasarruf güçlerini artıracak ve bu kesimlere finansman arzını bollandıracaktır. Zira, bu kesimlerde gelirin daha yüksek bir oranda artması, tasarruf eğilimi veri ise, kesimin iç tasarruf gücünü artırarak finansmana bağlı rizikosunu azaltacaktır. Finansman bağlı rizikonun azalması ile kesimin finansman maliyetinin düşerek finansman arz ve talebinin yükseleceği açıktır. Böylece, selektif kredi politikası yürürlüğe konduğu zamandan itibaren bu kesimlerde daha yüksek oranda bir yığımlı büyümeyi teşvik edebilir.

Bundan başka, ekonominin genel büyüme oranı yani gerçek gelir artış haddinin artmasıyla, tasarruf eğilimi veri ise, gerçek tasarrufların miktar itibariyle artacağına şüphe yoktur. Genel tasarruf hacmindeki artış da, finansman arzının sadece bu kesimler değil, fakat değişik miktarlarda da olsa, bütün kesimler bakımından bollaşmasını sağlar. Kısacası, selektif kredi politikası tedbirleri yolu ile yatırım oranını kapital produktivitesinin yüksek olduğu kesimlerde artırmak sadece bu kesimler değil, fakat bütün ekonominin büyüme imkânlarını müsbet şekilde etkileyebilir.